

VU Research Portal

Stop de zeepbellen; de bonussen zijn niet het probleem

den Butter, F.A.G.

published in

De Groene Amsterdammer
2009

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

den Butter, F. A. G. (2009). Stop de zeepbellen; de bonussen zijn niet het probleem. *De Groene Amsterdammer*, 133(37), 16-17.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

De bonussen zijn niet het probleem

Stop de zeepbellen

De ministers van Financiën van de G20-landen willen de bonussen in het bankwezen aan banden leggen. Maar het probleem ligt elders: bij de winsten die geen enkel maatschappelijk belang dienen. **DOOR FRANK DEN BUTTER**

DE TIJDEN VAN voor de kredietcrisis lijken te herleven. Financiële instellingen maken weer winst, waarbij de zakenbanken, die in de herfst van 2008 nog op sterven na dood waren, voorop lopen. Het voorbeeld is Goldman Sachs, die in het tweede kwartaal van 2009 een winst van 3,44 miljard dollar noteerde. Daarbij is flink geprofiteerd van het financiële infuus, dat verschillende overheden, waaronder de Amerikaanse, in de vorm van een kostbare *bailout* hebben gegeven. Navrant is dat de oude tijden ook in die zin herleven dat weer enorme bonussen worden uitgedeeld. Zo hebben stafleden van Goldman Sachs onlangs een bonus gekregen van gemiddeld 550.000 euro. Ook andere banken doen weer mee in dit spel. Het is daarom begrijpelijk dat zowel vanuit de politiek als vanuit de toezichthouders sterk wordt aangedrongen op het inperken van deze bonussen. De reddingsoperaties om de financiële sector op de been te houden hebben de overheid immers veel geld gekost. Het maatschappelijke welvaartsverlies door de kredietcrisis is nog veel groter. Denk aan de economische krimp, de toenemende werkloosheid en het verdampen van pensioenvermogens.

Toch vormen de bonussen niet het werkelijke probleem waarover politiek en toezichthouders zich druk moeten maken. Het zijn de winsten die om een scherpe beoordeling vragen. Op zich is er niets mis met bedrijven die winst maken en daarbij bonussen uitdelen aan degenen die verantwoordelijk worden gehouden voor de winsten. Zo is er weinig protest tegen de hoge beloningen van clubs en toernooiorganisatoren voor sporters die uitzonderlijke prestaties leveren en daarmee voor volle stadions en voor grote televisie- en reclame-inkomsten zorgen. Velen genieten van die prestaties, die daarmee direct bijdragen aan de maatschappelijke welvaart. Hetzelfde geldt voor topartiesten. De relatie tussen prestatie en maatschappelijk belang is hier overzichtelijk. Het verband tussen de prestatie van een directeur of raad van bestuur van een grote industriële onderneming, de winst van die onderneming en de bijdrage aan de welvaart ligt al iets gecompliceerder. De vraag is in hoeverre de winst kan worden toegeschreven aan een goede bedrijfsstrategie, aan inventieve en vakbekwame medewerkers of aan externe factoren zoals een gunstige conjunctuur. Maar als de winst van zo'n onderneming bijdraagt aan de welvaart en niet ten koste van de welvaart van anderen gaat, is er

geen reden voor politiek of toezichthouders om zich tegen bonussen te verzetten.

DAT GELDT OOK voor winsten van financiële instellingen voorzover deze een directe bijdrage aan de welvaart leveren. Oogmerk van deze instellingen is om particulieren en bedrijven die geld nodig hebben in contact te brengen met particulieren en bedrijven die geld over hebben. Daarbij dienen bedragen, termijnen en kosten op elkaar te worden afgestemd. Onder de kosten is ook het risico begrepen dat degenen die geld lenen niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Omdat financiële instellingen vaak grotere kennis van deze risico's hebben dan hun klanten, nemen zij dit risico over en brengen hun klanten hiervoor een verzekeringspremie in rekening. Daarnaast bieden financiële instellingen hulp bij het verrichten van betalingen, bijvoorbeeld

'Organized greed always defeats disorganized democracy'

in de internationale handel. In deze traditionele bedrijfsvoering halen de financiële instellingen hun winst uit de kunde en kennis om deze vormen van bemiddeling tegen zo laag mogelijke kosten uit te voeren. De instellingen die daarin het best slagen, maken de hoogste winsten en leveren daarbij tevens een bijdrage aan de maatschappelijke welvaart. In deze situatie is er niets mis met de beloning via bonussen.

Het probleem is dat de financiële sector in de afgelopen decennia steeds verder is afgedreven van deze traditionele bedrijfsvoering. Dankzij allerlei financiële innovaties en institutionele aanpassingen is onduidelijk geworden wat de werkelijke bron van de winsten van de financiële instellingen is. Prominent in dit verband is natuurlijk de securitisatie waarbij activa met onderpand, zoals hypotheeken, in pakketjes worden samengevoegd en tussen de financiële instellingen worden verhandeld. Dit geeft spreiding van risico's maar ook onduidelijkheid waar de risico's liggen en hoe groot die zijn.

Daarnaast hebben zakenbanken en private

investeringsfondsen allerlei activiteiten ontwikkeld om winsten te behalen uit samenvoegen en overnemen van bedrijven. Ook die activiteiten hebben niet uitsluitend het oogmerk via waardecreatie de welvaart te bevorderen. Winstgevendheid op de korte termijn wordt verkregen ten koste van de winsten op de lange termijn. In enkele uitzonderlijke gevallen (zoals Madoff) gaat het overduidelijk om een piramidespel en fraude. Veel van de beleggingsstrategieën waarmee op korte termijn flinke rendementen worden gehaald, bergen wel de kiem in zich van zo'n piramidespel zonder op enigerlei wijze als frauduleus te kunnen worden bestempeld.

Een teken aan de wand is dat de rendementen die door de financiële instellingen in de periode voor de kredietcrisis zijn behaald jarenlang flink groter zijn geweest dan de rendementen in de reële economie. Het is onwaarschijnlijk dat dit uitsluitend het resultaat is van een voortdurend toegenomen efficiencyverbetering.

HET GEVOLG is dat niet langer duidelijk is welke winsten bijdragen aan de welvaart en welke ten koste gaan van de welvaart van anderen. Zo zijn er winsten die ten koste van andere financiële instellingen of ten koste van beleggers worden behaald. Dan dragen de financiële instellingen niet bij aan het vergroten van de welvaartskoek, maar alleen aan een andere verdeling. Dit kan een direct gevolg van (tegengestelde) speculatie zijn, maar ook de ingewikkelde financiële producten en manipulatie van de handel op de financiële markten kunnen een dergelijke herverdeling van winsten en dus van vermogens tot gevolg hebben. Zo'n herverdeling tussen kapitaalbezitters bevordert de maatschappelijke welvaart niet. Het gaat gepaard met veel onnodige transacties en daarmee gemaakte kosten. Nog erger is het wanneer de winsten ten koste gaan van de maatschappij zelf. Het bekende voorbeeld uit de kredietcrisis is het feit dat (sommige) financiële instellingen in hun bedrijfsvoering meer risico namen dan verantwoord was omdat ze ervan uitgingen dat ze in geval van een dreigend faillissement door een bailout uit de brand zouden worden geholpen. Hetgeen is gebeurd.

Het betekent dat verliezen op de maatschappij worden afgewenteld, terwijl de winsten, wanneer de risicovolle bedrijfsvoering gunstig uitpakt, voor de instellingen zelf zijn. Daarnaast zijn financiële producten ontwikkeld die handig gebruikmaken van fiscale regelingen en waar goed aan wordt verdiend. Ook dit is schadelijk voor de maatschappij omdat het minder belastinginkomsten oplevert.

In deze laatste gevallen is sprake van marktfalen, en zelfs van *rent seeking* – het afsnoepen van welvaart van anderen. De taak van overheid en toezichthouders is dit marktfalen en rent seeking te voorkomen. Anders gezegd, ervoor te zorgen dat geen winsten ten koste van anderen of ten koste van ons allemaal worden behaald. In die zin geldt hetzelfde als voor een chemische fabriek die zich aan de milieuregels dient

te houden en geen winst mag maken door buitensporig te vervuilen en daarmee anderen of de maatschappij te belasten.

Het verschil tussen de overheidsregulering van het gewone bedrijfsleven en de financiële wereld is dat het in het laatste geval veel minder transparant is welke eigen bijdrage aan de welvaart wordt geleverd en in hoeverre de winsten op diefstal van de welvaart van anderen zijn gebaseerd. De afweging tussen 'echte winsten' die voortvloeien uit waardecreatie door financiële instellingen en winsten die ten koste van anderen gaan, wordt gefrustreerd door het complexe karakter van de financiële producten en onderlinge verwevenheid van de financiële sector.

HET DESEF groeit dat de sleutel voor adequaat overheidsingrijpen en regulering om een volgende crisis in de financiële wereld te voorkomen ligt bij de ontrafeling van de verschillende bronnen van de winsten. De financiële instellingen is er echter alles aan gelegen om deze ontrafeling te dwarsbomen en de toezichthouders zand in de ogen te strooien omtrent de werkelijke strategieën om winsten te behalen. Het voorbeeld is weer Goldman Sachs. Matt Taibbi beschrijft in zijn artikel *The Great American Bubble Machine* (*Rolling Stone* van juli) de strategie van Goldman Sachs om door manipulatie van de financiële markten zeepbellen te doen ontstaan en daar ten koste van de welvaart van anderen goed aan te verdienen. Daarbij heeft Goldman Sachs via een netwerk van oud-medewerkers in de Amerikaanse regering altijd een sterke lobby gevoerd voor beslissingen die binnen de strategie van deze zakenbank goed uitpakken. Zo is Henri Paulson, die als minister van Financiën het eerste reddingsplan voor de banken maakte, afkomstig van Goldman Sachs. Het levert in het artikel van Taibbi beeldende zinnen op, zoals: '(...) *organized greed always defeats disorganized democracy*' en (...) *in this world some of us have to play by the rules while others get a note from the principal excusing them from homework till the end of time, plus 10 billion free dollars in a paper bag to buy lunch.*

Natuurlijk is dit harde Amerikaanse journalistiek en behoeven we Taibbi's complottheorie niet op de letter te geloven. Maar er schuilt wel een kern van waarheid in die een meer gedegen wetenschappelijke analyse vergt. Zo laat de Amerikaanse topeconoom Daron Acemoglu in *NRC Handelsblad* (5 augustus) optekenen dat de politieke macht van de bankiers dient te worden ingeperkt. Nobelprijswinnaar Paul Krugman kan zich, in het webartikel *Rewarding Bad Actors* (*Economist's View*, 3 augustus) de woede van de Amerikanen op Wall Street voorstellen nu de banken weer enorme bonussen uitkeren na eerder door kostbare bailouts uit de brand te zijn geholpen, terwijl de economie nog in een diepe recessie verkeert. In beginsel kan, aldus Krugman, speculatie een bijdrage leveren aan de maatschappelijke welvaart, maar (*making*) *money by outsmarting other investors rather*



LIBRADO ROMERO / THE NEW YORK TIMES / HH

26 september 2008, New York

than by directing resources to where they're needed, (...) it is hard to see the social value. Een reactie op het artikel van Krugman bevat de meest bondige formulering van wat er mis is in het huidige economische model: '(...) *the privatization of profits and the socialization of loss.*'

VOOR EEN GOED toezicht op, en regulering van de financiële wereld moet kortom een helder inzicht worden verkregen in het marktfalen dat via de financiële innovaties en strategische beslissingen in het financiële systeem wordt ingebouwd. Dat is de transparantie die ervoor zorgt dat zichtbaar wordt waar de financiële wereld daadwerkelijk bijdraagt aan de welvaart, en waar sprake is van ongewenste herverdeling en rentseeking. Die kennis bevordert dat waardecreatie behouden blijft maar dat winsten niet

ten koste van anderen worden behaald. Welke maatregelen de toezichthouders daartoe moeten nemen, is vooralsnog niet duidelijk. Strengere kapitaaleisen en een belasting op financiële transacties (Tobin-tax) zoals onlangs voorgesteld door Adair Turner, voorzitter van de Britse toezichthouder FSA, kunnen tot een verkleining van het systeemrisico bijdragen, maar dat werkt ook belemmerend voor de 'echte welvaartswinsten'. Inperking van de bonussen zonder meer draagt er niet toe bij dat uitsluitend 'goede' winsten worden behaald. Het is alsof de overheid een chemische fabriek toestaat om met vervuilende activiteiten veel winst te behalen, als er maar geen hoge salarissen worden betaald. ♦

Frank den Butter is hoogleraar algemene economie aan de Vrije Universiteit Amsterdam